

# Il governo delle banche: la Germania

JAN KREGEL

## 1. La diversità dell'organizzazione industriale tedesca

In tema di organizzazione e regolamentazione industriale la Germania ha sempre rappresentato un caso in netto contrasto rispetto ai paesi anglosassoni, in particolare agli Stati Uniti. Le questioni del governo e del controllo societario furono sollevate per la prima volta da Berle e Means (1932) in riferimento alle condizioni dell'economia americana; non sorprende perciò che l'approccio tedesco a tali questioni sia diverso. Tali differenze sono forse ancora più evidenti in relazione al governo delle grandi società finanziarie per azioni in Germania. Questo breve saggio intende illustrare alcuni motivi basilari di tali differenze e la ragione della loro probabile persistenza.

Nel loro famoso libro, Berle e Means erano interessati principalmente all'impatto della *corporate governance* sull'efficienza economica delle grandi società per azioni statunitensi. Essi mettevano in contrapposizione la crescente dispersione della proprietà delle azioni ordinarie delle società per azioni industriali con l'accresciuta autorità dei manager professionisti che non partecipano alla proprietà delle società da loro controllate. La crescente separazione tra proprietà e controllo delle risorse economiche darebbe luogo a inefficienza se implicasse che i manager destinino le risorse alla massimizzazione del proprio beneficio personale piuttosto che alla massimizzazione dei rendimenti dell'investimento azionario da parte dei proprietari. I vantaggi economici di un'allocazione delle risorse determinata dal mercato erano dunque considerati funzione di un esercizio efficiente del controllo da parte dei proprietari sui manager professionisti alle loro dipendenze.

---

□ Università degli Studi di Bologna, Dipartimento di scienze economiche, Bologna.

Le origini del problema della separazione tra proprietà e controllo derivano dalla legge antitrust statunitense (lo Sherman Act) introdotta nel 1890. L'intenzione era di eliminare il potere dei grandi cartelli societari. Di conseguenza i cartelli furono costretti non solo a spezzarsi in unità più piccole e concorrenziali, ma anche ad avere nuovi proprietari. Solitamente ciò fu ottenuto trasformandoli in società per azioni con quote azionarie molto disperse tra il pubblico. Tuttavia, i cartelli vennero presto sostituiti da grandi società finanziarie che conservarono gli interessi di chi le controllava attraverso l'acquisto di azioni delle nuove società private indipendenti create al posto dei cartelli.

Nello stesso periodo l'esperienza tedesca fu quasi l'esatto opposto. Invece di intraprendere azioni legislative per limitare i cartelli societari, i tribunali tedeschi confermarono la validità degli accordi contrattuali che davano origine a conglomerati industriali che già si stavano formando per competere sui mercati internazionali. Lungi dall'essere ritenuti un ostacolo all'efficiente allocazione delle risorse, gli accordi di cartello erano considerati utili nell'impedire sovrainvestimenti e concorrenza distruttiva. Tale opinione si manifestò dopo la prima guerra mondiale nella creazione di *Konzerne* e *I.G. (Interessengemeinschaften* - società d'interesse), che spesso comportavano detenzione incrociata di azioni.

Inoltre, il governo ha sempre giocato un ruolo più attivo che negli altri paesi negli affari economici: dalla creazione, da parte del governo prussiano, della *Seehandlung* (società del commercio d'oltremare), che divenne infine una *holding* generale per le imprese di proprietà statale e mezzo di finanziamento generale, alla nazionalizzazione delle ferrovie e all'introduzione di misure obbligatorie di *welfare*, quali sussidi di malattia o pensionistici, allorché la velocità dell'industrializzazione produsse crescenti livelli di disoccupazione. È interessante sottolineare come tali misure sociali introdotte alla fine del XIX secolo fossero limitate a contributi obbligatori per malattia, anzianità, incidenti e altro, che erano raccolti e gestiti da società locali di mutuo soccorso, organizzate su una base simile a quella delle banche cooperative e delle casse di risparmio governative locali. Esse pertanto rispondevano al codice prussiano del 1794 che dava allo stato la responsabilità di soccorrere i poveri e di trovare un lavoro ai disoccupati, conservando però un controllo locale diretto ed evitando accuse di socialismo di stato (si veda Henderson 1975).

Sul finire del XIX secolo, si introdusse una legislazione che obbligò le grandi società per azioni tedesche (*Aktiengesellschaft* - AG) ad adottare una particolare struttura di *corporate governance* "a due livelli". All'*Aufsichtsrat*, o Consiglio di vigilanza, fu assegnata la responsabilità della pianificazione di lungo periodo e del controllo dell'azienda. Tali direttive dovevano essere realizzate attraverso le decisioni del *Vorstand* o Consiglio direttivo, composto da manager professionisti nominati dal Consiglio di vigilanza.

Poiché la legislazione bancaria tedesca permetteva alle banche di fornire servizi di gestione delle emissioni azionarie e di sottoscrivere capitale azionario e di debito alle imprese industriali nazionali, le grandi *Kreditbanken* tedesche furono strumentali nel fornire un supporto finanziario e logistico ai cartelli e ai conglomerati industriali. Il loro ruolo attivo nella promozione della concentrazione industriale si riflette nella presenza di rappresentanti delle grandi *Kreditbanken* nel Consiglio di vigilanza delle società tedesche. Le banche tedesche esercitavano un'influenza anche perché spesso detenevano direttamente una rilevante quota di azioni. Ma ancora più importante fu il fatto che, a causa del loro ruolo di intermediari nel mercato azionario, esse erano anche i custodi ufficiali delle azioni detenute da società all'interno dei gruppi industriali e da singoli privati. Poiché le banche avevano la delega per i diritti di voto sulle azioni in custodia, esse divennero a un tempo gli organizzatori finanziari e i garanti dei conglomerati industriali.

Tuttavia, all'inizio di questo secolo la velocità del processo di concentrazione industriale fece sì che nemmeno le banche maggiori potessero fornire tutti i servizi finanziari necessari a conglomerati sempre più grandi, e nella maggior parte dei casi il controllo effettivo venne suddiviso tra dirigenti e rappresentanti bancari.

Dato l'approccio profondamente diverso della Germania alla legislazione antitrust e alla legislazione bancaria, non sorprende che il problema della separazione della proprietà dal controllo e l'impatto della *corporate governance* sull'efficienza economica abbiano rivestito in Germania un interesse minore. A causa di tali differenze, quando è stato oggetto di considerazione, il problema è stato affrontato con riferimento al ruolo delle banche tedesche come agenti di *corporate governance* grazie alla loro proprietà diretta e al loro controllo indiretto della maggioranza delle azioni nelle società industriali.

## 2. Le banche e il governo dell'industria

Il fondamento legale del controllo di gestione da parte del sistema bancario all'inizio di questo secolo fu il risultato della legislazione tedesca sulla banca universale. Sebbene tale legislazione sia stata rivista più volte, essa permette tuttora alle banche investimenti di portafoglio virtualmente illimitati in titoli azionari. Le banche hanno anche conservato la loro vasta detenzione in custodia di azioni in larga parte al portatore e le relative deleghe per i diritti di voto. Alla fine del 1994 circa il 63% delle azioni societarie emesse era detenuto in conti di custodia bancari<sup>1</sup> (Deutsche Bundesbank 1995a, p. 57), e pertanto sotto il diretto controllo delle banche tedesche ai fini della *corporate governance*. Di conseguenza è ancora vero che i funzionari delle grandi banche tedesche sono ampiamente rappresentati nei consigli di vigilanza delle grandi società pubbliche che sono responsabili della nomina del Consiglio direttivo che comprende anche i manager.

Tuttavia, la revisione nel dopoguerra del diritto societario relativo alle grandi società per azioni con meno (più) di 2000 dipendenti richiede ora che un terzo (la metà) del Consiglio di vigilanza sia eletto da dipendenti dell'azienda, e a questa struttura a due livelli sono ora soggette anche le imprese a responsabilità limitata (GmbH) con più di 500 dipendenti. Di conseguenza, il ruolo dei funzionari di banca in rappresentanza degli interessi degli azionisti è diluito dalla rappresentanza dei dipendenti nel Consiglio di vigilanza. Tale suddivisione della responsabilità viene spesso ritenuta causa di un allungamento dell'orizzonte temporale nell'attività decisionale, ma questo obiettivo si era già presentato prima che i dipendenti venissero rappresentati nei consigli. Tuttavia, la ripartizione della responsabilità con i rappresentanti dei lavoratori rende necessario integrare la massimizzazione di lungo periodo del "valore degli azionisti" con gli interessi dei dipendenti. Ciò genera un sistema di massimizzazione del "valore per gli interessati" (*stakeholder value*) (si veda Deutsche Bundesbank 1997, p. 30), da cui non possono risultare gli stessi obiettivi di gestione. La rappresentanza degli interessi degli azionisti è ulteriormente indebolita

<sup>1</sup> Poiché la proporzione di titoli di debito è pari al 98%, e poiché una quota notevole di azioni delle società sussidiarie interamente possedute è detenuta dalle società madri, è probabile che la percentuale delle azioni nelle mani del pubblico detenuta nei conti di custodia delle banche sia considerevolmente più elevata.

dal fatto che nella maggior parte delle imprese tedesche domina il ricorso al credito bancario non azionario di lungo periodo rispetto al finanziamento azionario. In effetti, nel finanziamento esterno delle imprese il credito bancario è circa il doppio del finanziamento ottenuto con l'emissione di azioni. Pertanto, i rappresentanti delle banche sono anche "detentori di interessi" in quanto rappresentano i propri interessi come creditori di lungo periodo delle imprese. Dal punto di vista della *corporate governance*, quindi, le banche costituiscono un misto di interessi di azionisti e di altri soggetti cointeressati. Tuttavia, è probabile che i loro interessi in quanto detentori di obbligazioni coincidano con i loro interessi di azionisti.

Questo sistema di *corporate governance* condivisa opera solo in aziende più grandi, che rappresentano circa un terzo del fatturato totale. La maggioranza delle aziende industriali tedesche è fatta di piccole e medie imprese che possono essere società per azioni, ma che non sono quotate in borsa o non sono sufficientemente grandi da richiedere la struttura di governo a due livelli. L'importanza del problema della *corporate governance* in Germania è ulteriormente ridotta dal fatto che, di circa tre milioni di imprese esistenti, solo 3300 circa (che rappresentano più o meno il 20% del fatturato totale) sono società per azioni (AG), e solo un sesto di queste è quotato e disponibile per acquisto e vendita da parte del pubblico nelle borse valori ufficiali. Del mezzo milione di società per azioni private (GmbH) la maggior parte non emette nemmeno certificati azionari (si veda Deutsche Bundesbank 1997 e *Euromoney* 1996). Questa bassa quota di società per azioni quotate ha un parallelo nella distribuzione della proprietà delle azioni in Germania. Invece delle istituzioni o dei singoli, in Germania sono le stesse aziende a detenere la maggioranza delle azioni. Ciò rispecchia la storia passata dei conglomerati industriali, e fa sì che la questione della *corporate governance* sia alquanto differente dalla relazione tra azionisti privati individuali e grandi aziende governate da manager professionisti proposta da Berle e Means.

Poiché le imprese in Germania sono in maggioranza di piccola e media dimensione, e data la loro forma societaria, esse sono governate e gestite più o meno direttamente dai loro proprietari, per i quali non vi è né separazione tra proprietà e controllo, né alcun problema da risolvere tra principale e agente. La relativa irrilevanza nell'industria tedesca, sia per le aziende quotate sia per quelle non quotate, del

TABELLA 1

PERCENTUALE DI AZIONI IN CIRCOLAZIONE DETENUTE DAI DIVERSI SETTORI  
(fine 1995)

|                                | Stati Uniti | Giappone | Germania | Francia | Regno Unito |
|--------------------------------|-------------|----------|----------|---------|-------------|
| Famiglie                       | 36,4        | 22,2     | 14,6     | 19,4    | 29,6        |
| Imprese                        | 15,0        | 31,2     | 42,1     | 58,0    | 4,1         |
| Settore pubblico               | 0,0         | 0,5      | 4,3      | 3,4     | 0,2         |
| Totale settore non finanziario | 51,4        | 53,9     | 61,0     | 80,8    | 33,9        |
| Banche                         | 0,2         | 13,3     | 10,3     | 4,0     | 2,3         |
| Compagnie di assicurazioni     | 31,3        | 10,8     | 12,4     | 1,9     | 39,7        |
| Fondi d'investimento           | 13,0        | 11,7     | 7,6      | 2,0     | 10,4        |
| Totale settore finanziario     | 44,5        | 35,8     | 30,3     | 8,0     | 52,4        |
| Resto del mondo                | 4,2         | 10,3     | 8,7      | 11,2    | 13,7        |
| Totale                         | 100         | 100      | 100      | 100     | 100         |

Fonte: Deutsche Bundesbank (1997, p. 29).

finanziamento con azioni può essere riscontrata anche nella notevole quota di fondi propri nel finanziamento degli investimenti. I fondi propri delle imprese tedesche crebbero dal 66% delle attività fisse tangibili nel 1992 al 71,5% nel 1995. I fondi propri come quota del valore totale di bilancio delle imprese erano attorno al 18% (Deutsche Bundesbank 1996, p. 44). I prestiti vengono generalmente dalle banche, e di solito sono a lungo termine.

TABELLA 2

PERCENTUALE DEL FINANZIAMENTO ESTERNO DELLE IMPRESE PRODUTTIVE  
(valori di fine anno)

| % del totale     | 1970 | 1980 | 1990 | 1995 |
|------------------|------|------|------|------|
| Prestiti bancari | 46,8 | 51,4 | 47,8 | 48,5 |
| Azioni           | 27,5 | 19,3 | 23,2 | 26,9 |
| Fondi pensione   | 4,6  | 7,0  | 7,6  | 6,9  |

Fonte: Deutsche Bundesbank (1977, p. 31).

### 3. Il governo delle banche tedesche

Allo stesso modo in cui l'organizzazione dell'industria tedesca differisce dal modello anglosassone, così accade per la struttura organizzativa del sistema finanziario tedesco. In effetti, solo una frazione modesta del settore finanziario si può dire sia soggetta agli stessi problemi di controllo societario sollevati da Berle e Means, ma ciò è dovuto a ragioni molto diverse da quelle valide per l'industria. Infatti la maggioranza degli istituti creditizi è costituita da istituti di diritto pubblico ed è di proprietà pubblica. Dei 3520 istituti creditizi censiti dalla Bundesbank (si veda la Tabella 3), 2517 sono cooperative di credito. Sono le discendenti delle *Volksbanken*, meglio note in Italia con il nome di banche popolari, e delle *Landschaftsbanken*. Le prime comprendono le istituzioni Raiffeisen e Schulze-Delitzsche, create nella seconda metà del XIX secolo e nelle quali ogni membro riceveva un'azione, a prescindere dalla dimensione del suo deposito. Le seconde, organizzate in Prussia più o meno nello stesso periodo e sugli stessi principi, prestavano a fronte di proprietà terriere. Le loro attività sono coordinate a livello regionale da distinte organizzazioni di compensazione e di giro, e a livello nazionale queste sono collegate alla Deutsche Genossenschaftsbank. In tal modo, esse offrono ai loro clienti un ventaglio completo di servizi di banca universale. Tali banche sono dunque possedute e amministrare dai propri depositanti.

Le 607 casse di risparmio (*Sparkassen*) sono il risultato del consolidamento di oltre 3000 istituti che erano stati costituiti dalle autorità locali a partire dalla fine del XVIII secolo. Per le operazioni di transazione e altri servizi sono organizzate su base regionale, indipendentemente dalle banche private, attraverso istituti di risparmio centrali meglio noti come *Landesbanken*, e a livello nazionale attraverso la Deutsche Girozentrale. Con la creazione della Reichsbank nel 1875 le banche dei singoli stati (*Landesbanken*) finirono con il perdere il diritto a emettere banconote, ma mantennero il loro ruolo di banchieri del governo e delle casse di risparmio. Queste ultime operano come banche commerciali, e attraverso le organizzazioni regionali di giro amministrano uno spettro completo di servizi di banca universale. Sono di proprietà e sotto la garanzia del governo e concorrono a livello nazionale con le maggiori banche commerciali. Nella tabella 3 sono rappresentate tramite i 13 istituti regionali di giro.

A differenza delle banche cooperative che prestano a fronte di proprietà terriere, le 34 banche di credito ipotecario, che possono

essere organizzate sia secondo il diritto pubblico sia secondo quello privato, sono state oggetto di legislazione speciale a partire dal 1900. Raccolgono fondi attraverso l'emissione di speciali obbligazioni ipotecarie (*Pfandbriefe*). La maggior parte delle banche private appartenenti a questa categoria sono ormai sotto il completo controllo di banche più grandi.

Restano 331 banche commerciali organizzate secondo il diritto privato. Di queste tuttavia 63 hanno un unico proprietario o partecipazioni limitate controllate dai loro proprietari, altre sono al 100% di proprietà e sotto il controllo di altre banche, e alcune possono avere proprietari pubblici o sono controllate da gruppi bancari esteri.

Poiché molte di queste banche hanno per amministratori i loro unici azionisti o gli azionisti di maggioranza, il principale problema per la *corporate governance* delle banche in Germania è se per gli azionisti pubblici e per quelli privati vale la stessa separazione tra proprietà e controllo. Del resto, le banche con una maggioranza di

TABELLA 3  
ISTITUTI DI CREDITO TEDESCHI CENSITI DALLA DEUTSCHE BUNDESBANK  
(fine novembre 1996)

| Categoria degli istituti di credito                    | Numero | Giro d'affari<br>miliardi DM | Depositi<br>non bancari | Capitale e<br>riserve |
|--|--------|------------------------------|-------------------------|-----------------------|
| Banche commerciali                                     | 331    | 1983,9                       | 709,6                   | 122,7                 |
| Grandi banche  | 3      | 759,6                        | 346,3                   | 54,8                  |
| Banche regionali e altre banche<br>commerciali         | 193    | 1061,2                       | 323                     | 62,4                  |
| Filiali di banche estere                               | 72     | 109,7                        | 10,1                    | 2,2                   |
| Banchieri privati                                      | 63     | 53,3                         | 30,1                    | 3,4                   |
| Istituti regionali di giro                             | 13     | 1499,7                       | 324,5                   | 49,0                  |
| Casse di risparmio                                     | 607    | 1584,9                       | 1063,8                  | 62,9                  |
| Cooperative di credito*                                | 2517   | 1226,7                       | 707,4                   | 54,3                  |
| Società di credito ipotecario                          | 34     | 1113,0                       | 280,2                   | 26,0                  |
| Istituti speciali                                      | 18     | 779,1                        | 312,5                   | 24,6                  |
| Per memoria:   |        |                              |                         |                       |
| banche estere  | 153    | 338,9                        | 78,4                    | 15,6                  |
| banche commerciali, private e di<br>credito ipotecario | 81     | 229,2                        | 68,4                    | 13,5                  |
| Totale istituti di credito                             | 3520   | 8187,3                       | 3398                    | 339,5                 |

\* Sono incluse la Deutsche Genossenschaftsbank, la banca di compensazione centrale per le banche cooperative e le banche di compensazione regionali.  
Fonte: Deutsche Bundesbank (1997, pp. 20-21).

azionisti privati che potrebbero essere considerate soggette al problema tradizionale di *corporate governance* possono essere stimate pari circa al 5% del totale.

La Bundesbank riferisce che il rapporto tra capitale azionario e risorse finanziarie totali dell'intero settore finanziario era pari a circa il 5% alla fine del 1995. Questa cifra può essere messa a confronto con il 27% di capitale azionario per le imprese produttive. Le azioni delle imprese del settore finanziario rappresentavano circa il 30% del volume delle azioni in circolazione, ma i titoli delle compagnie di assicurazione (240 miliardi di marchi) erano in maggioranza rispetto a quelli delle istituzioni creditizie (175 miliardi di marchi). Come per il settore non finanziario, gran parte delle azioni emesse da imprese del settore finanziario sono detenute sotto forma di incroci azionari o di partecipazioni in altre società finanziarie. La Bundesbank stima che circa un terzo delle partecipazioni bancarie costituisce azionariato incrociato. E di queste circa un terzo è spiegato dalle tre maggiori banche private.<sup>2</sup>

Pertanto la questione della separazione tra proprietà e controllo nell'attività bancaria tedesca riguarda principalmente tre "grandi banche" (la Deutsche Bank, la Dresdner Bank e la Commerzbank), e due banche originariamente "regionali" che ora operano su scala nazionale (la Bayerische Vereinsbank e la Bayerische Hypotheken- und Wechselbank (Hypobank)). Queste sono le cinque maggiori banche tedesche di proprietà privata che appartengono alla categoria delle società per azioni quotate in borsa.

Esempi di relazioni di fatto nel settore finanziario sono la partecipazione del 22% nella Dresdner Bank e del 5% nella Deutsche Bank da parte del gigante assicurativo Allianz. È il maggiore azionista in entrambe le banche, sebbene abbia affermato di non avere interesse a esercitare un'influenza diretta sulla loro gestione (si veda *Euromoney* 1997).

<sup>2</sup> Ad esempio, la relazione annuale della Deutsche Bank per il 1995 elenca 324 aziende associate che sono consolidate nei suoi conti ai fini di vigilanza e contabili. Oltre il 90% di esse sono partecipazioni al 100%. Tra queste figurano quattro società regionali di credito ipotecario. Vi sono altre 356 aziende che non sono consolidate ai fini contabili. Anche per queste aziende, oltre il 90% è posseduto al 100%. Si hanno inoltre 14 aziende associate (tutte, eccetto una, con partecipazione al 50% o meno) e 17 compagnie, la partecipazione nelle quali è considerata troppo piccola per essere inserita nel bilancio, tutte al 50% o meno. Vi sono infine 24 aziende di cui le banche detengono il 20% o più del capitale come investimento di portafoglio. Tra queste figura una società di credito ipotecario.

Oltre a queste società finanziarie controllate, nel suo attivo consolidato la Commerzbank include due società di credito ipotecario, una cassa di risparmio e due banche private. Ha anche una partecipazione del 3% nella Banca Commerciale Italiana.

A parte tali partecipazioni strategiche, le azioni delle tre "grandi banche" seguono il modello americano e sono molto disperse. Ad esempio, la Deutsche Bank ha dichiarato 286.000 azionisti nel dicembre 1995. La quota detenuta da investitori istituzionali era pari al 63%, di cui circa due terzi costituita da investitori istituzionali stranieri. I singoli privati ne detenevano il 27% (di cui il 2,5% posseduta da dipendenti). Il 10% delle azioni risulta detenuto da lavoratori autonomi, ma tra questi investitori possono esservi alcune imprese (Deutsche Bank 1996). Anche le azioni della Commerzbank sono molto disperse tra i suoi 190.000 azionisti. La metà è detenuta da istituzioni, il 41% da investitori privati e il 9% da lavoratori autonomi. Il maggiore azionista è il Banco Central Hispanoamericano S.A. di Madrid, che ha una quota inferiore al 4% (Commerzbank 1996). La Dresdner Bank ha 464.300.000 azioni emesse per una capitalizzazione di 18,9 miliardi al 31 ottobre 1996, e presenta la proprietà più concentrata. Oltre alla partecipazione del 22% da parte dell'Allianz, essa ha altri due azionisti con una quota superiore al 10%.

La Bayerische Vereinsbank e la Bayerische Hypotheken- und Wechselbank (Hypobank) completano l'elenco delle cinque maggiori banche private costituite sotto forma di società per azioni. La Bayerische Vereinsbank, con base a Monaco e con un capitale di 8,8 milioni di marchi, controlla anche il 75% della Vereins- und Westbank di Amburgo, la maggiore banca regionale privata della Germania settentrionale, che ha un capitale di base di poco superiore a 1 milione di marchi; controlla inoltre il 100% di tre banche costituite sotto forma di società per azioni, e tre società di credito ipotecario, oltre ad affiliate e sussidiarie. La banca, che opera come banca universale, dichiara 125.000 azionisti, 14.000 dei quali sono istituzioni che spiegano il 39% del capitale azionario a fronte del 28% di azionisti privati e del 18% di soggetti stranieri.

La Bayerische Hypotheken- und Wechselbank (Hypobank), anch'essa con sede a Monaco, fu fondata nel 1835 ed è la più antica banca universale tedesca e la quinta maggiore banca privata. Insieme alla Vereinsbank figura tra le uniche tre banche in Germania cui sia permesso di svolgere attività bancaria sia ipotecaria. Oltre alle sue dirette sussidiarie, è proprietaria anche di una banca privata a Monaco, di una banca universale privata e di una società di credito ipotecario nella Westphalia, e di una società di credito ipotecario nel Württemberg. La Hypobank dichiara 90.000 azionisti per

le sue 25.705.296 azioni emesse. Altre istituzioni finanziarie detengono il 68% delle sue azioni e i singoli privati il 21%.

Allo stesso modo in cui i titoli bancari hanno avuto la tendenza a dominare il mercato tedesco a interesse fisso (fino al mercato aumento del debito pubblico dovuto all'unificazione), le azioni di banca rappresentano una parte relativamente ridotta del mercato azionario. Nonostante ciò, le 498.434.290 azioni della Deutsche Bank, con valore nominale di 5 marchi per azione e con valore di mercato di circa 34 miliardi di marchi, alla fine del 1995 rappresentavano oltre il 4% della capitalizzazione del mercato azionario tedesco ed erano al terzo posto per valore di titoli scambiati nella borsa tedesca nel 1995, pari all'8,9% degli scambi nazionali complessivi. Le 38.505.380 azioni della Commerzbank con valore nominale di 50 marchi erano capitalizzate a 13,1 miliardi di marchi alla fine del 1995. Le azioni della Commerzbank figuravano al quattordicesimo posto con il 2% del valore degli scambi di mercato, e rappresentavano quasi l'1,5% della capitalizzazione di mercato. Le opzioni sui titoli della Deutsche Bank sono stati i contratti più scambiati sul DTB, cioè sul mercato tedesco di *futures* e opzioni (Euromoney 1996).

Le cinque maggiori banche private costituite sotto forma di società per azioni non esauriscono il gruppo di banche che operano su scala nazionale come vere banche universali, in quanto vi sono varie altre banche di questo tipo di proprietà di amministrazioni regionali o di altri organismi pubblici attraverso assetti proprietari che prevedono il pieno controllo azionario o il godimento di una *golden share*. Le dieci maggiori banche tedesche comprendono cinque banche di proprietà pubblica. La maggiore di queste è la WestDeutsche Landesbank, che in una classifica per attività compare subito dopo le prime tre. Essa opera non solo come una banca commerciale universale che si specializza nell'attività bancaria all'ingrosso, ma anche come istituto centrale delle casse di risparmio (*Sparkassen*) nella Westphalia-Oberrhein e a Brandeburgo. Ricopre inoltre il ruolo di banca di stato nella Westphalia-Oberrhein e, come tale, è fornitore di servizi finanziari a quel governo regionale. La banca è stata fondata nel 1969 con la fusione di due precedenti istituti, la Landesbank für Westfalen Girozentrale (Münster) e la Rheinische Girozentrale und Provinzialbank (Düsseldorf). Si tratta di un istituto di diritto pubblico posseduto e garantito dallo stato della Westphalia-Oberrhein, dalle due associazioni regionali, e dalle due casse di risparmio e associazioni di giro

della Rheinland e Westphalia-Lippe. La maggior parte delle banche, originariamente costituite dalle amministrazioni regionali per finanziare gli investimenti e i progetti residenziali del settore pubblico e per offrire servizi alle casse di risparmio locali e regionali, operano ora come banche universali, e molte hanno lo status di società per azioni.

In effetti, il relativo dominio esercitato dalle banche di proprietà pubblica nel sistema bancario tedesco crea un altro problema. Molte banche regionali godono di implicite garanzie statali o di finanziamenti pubblici regionali. Il risultato è un'elevata valutazione di affidabilità dei crediti (*credit rating*), che riduce i costi dei fondi raccolti nei mercati privati. Di recente le banche private tedesche hanno sollevato tale questione riscontrandovi una distorsione della concorrenza e una violazione delle regolamentazioni concorrenziali dell'Unione Europea (si veda Tucker e Fisher 1997). Alcune di queste, come la WestLB, che è la quarta maggiore banca tedesca, operano a livello internazionale nello stesso modo e negli stessi mercati delle grandi banche universali private tedesche. Ciò non solo è in contrasto con la legislazione dell'Unione Europea in materia di concorrenza, ma va anche contro la logica sottostante le direttive di Basilea e dell'Unione Europea sulla regolamentazione del capitale bancario. L'idea alla base di tali regolamentazioni è che, quando le banche svolgono attività più rischiose, dovrebbero essere disciplinate dal mercato applicando premi di rischio più elevati e quindi accresciuti costi di finanziamento. Se una banca ha una garanzia pubblica regionale, i suoi costi di finanziamento diventano indipendenti dai rischi e pertanto escludono ogni disciplina di mercato. Queste banche dunque non sono disciplinate né dagli azionisti che massimizzano il valore di mercato, né dai fornitori di fondi sul mercato che correggono i rendimenti per il rischio. Ciò origina un problema di *corporate governance* alquanto diverso da quello generalmente associato alla questione della separazione tra proprietà e controllo.

Come in altri paesi, si è verificato un processo di concentrazione e privatizzazione delle banche. Ad esempio, la Bank für Gemeinwirtschaft, in origine di proprietà di un gruppo di sindacati e cooperative, ora è di proprietà privata. Inoltre, allorché le istituzioni creditizie pubbliche e le banche del settore privato si sono riorganizzate nella forma di società per azioni, è apparso un nuovo genere di banca mista tra pubblico e privato, come la Bankgesellschaft Berlin AG, la prima di questo tipo in Germania frutto della fusione della banca privata

Berliner Bank AG, della Berlin Hyp, cioè un prestatore ipotecario, e della Landesbank Berlin, una banca regionale.

#### 4. Conclusioni

Proprio come nel caso della *governance* delle grandi aziende tedesche, i problemi riguardanti la struttura di governo delle banche tedesche differiscono da quelli riscontrabili nella maggior parte dei paesi anglosassoni. Ciò fondamentale perché il dominio delle banche pubbliche genera la questione della *governance* da parte di proprietari appartenenti al settore pubblico e dell'impatto delle garanzie di credito implicite associate a tale condizione di proprietà. D'altro canto, le maggiori tra le banche private organizzate come società per azioni che operano a livello internazionale somigliano sempre più alle loro controparti dei paesi anglosassoni. Hanno un azionariato estremamente disperso, che suggerisce la possibile esistenza di problemi di *corporate governance* simili a quelli riscontrati negli Stati Uniti e nel Regno Unito.

Tuttavia, anche per queste banche la questione della contrapposizione tra massimizzazione del valore delle azioni e interessi dei dirigenti è resa più complessa dalla rappresentanza giuridica di alcuni interessi (quelli dei dipendenti) ottenuta attraverso la struttura a due livelli del Consiglio di supervisione e del Consiglio direttivo.

Vi è tuttavia un'ulteriore difficoltà, non comune nelle discussioni anglosassoni sulla *corporate governance*, sollevate dal ruolo dei conti di custodia bancari. Uno studio di Gottschalk (1988, citato in Edwards e Fischer 1994, p. 217) rivela che il 60,4% dei voti nell'assemblea degli azionisti della Deutsche Bank del 1986 era controllato dalle grandi banche, direttamente attraverso la proprietà, o indirettamente tramite diritti di voto connessi ai conti di custodia. La Deutsche Bank stessa ne controllava il 47,2%. Le quote azionarie controllate da banche all'assemblea annuale degli azionisti della Dresdner e della Commerzbank erano pari rispettivamente al 64 e al 60,8%. Le percentuali relative al controllo esercitato da ogni banca sulle proprie azioni erano rispettivamente 47,1 e 34,6%. Tuttavia, dato il grande aumento della partecipazione da parte di detentori istituzionali stranieri, molto attivi nell'esercizio dei diritti di *corporate governance* attraverso



istruzioni di voto, questo problema si è attualmente molto ridotto per le grandi banche. Nonostante ciò, esso può sussistere ancora per le banche private più piccole e per le sussidiarie.

Un'indicazione approssimativa della composizione del Consiglio di vigilanza delle banche private è data dalla composizione dei corrispondenti consigli della Deutsche e della Commerzbank. Dei 10 rappresentanti eletti dai dipendenti nel Consiglio di vigilanza della Deutsche Bank, 8 sono dipendenti della Deutsche Bank. L'Allianz ha un rappresentante nel Consiglio, e gli altri rappresentanti degli azionisti eletti provengono dall'industria tedesca (sono solitamente i presidenti dei consigli di vigilanza e direttivi); nessuno proviene da aziende di cui è azionista la banca stessa. Il Consiglio di vigilanza della Commerzbank consta di 8 dipendenti bancari, 2 rappresentanti dei sindacati del settore finanziario, 8 rappresentanti dei consigli di vigilanza di società industriali e 1 indipendente. Non è chiaro se i rappresentanti degli azionisti provenienti dall'industria privata si trovino ad affrontare lo stesso conflitto di obiettivi dei rappresentanti di banca nei consigli di amministrazione delle società industriali. Poiché il prestito bancario di lungo periodo rappresenta una così grande parte del credito di un'azienda, può darsi che le aziende rappresentate nei consigli non siano quelle nelle quali le banche hanno partecipazioni azionarie, ma possono essere le aziende che beneficiano di relazioni creditizie di lungo periodo con le banche o per le quali la banca funge da *Hausbank*. I membri societari del Consiglio di vigilanza possono quindi avere nella gestione della banca un interesse di investitori che è più importante dell'interesse di azionista.

È difficile valutare le differenze tra l'efficienza della struttura pubblica di *corporate governance* e quella privata. Si è soliti presumere che i proprietari pubblici incontrino meno difficoltà nel comunicare i propri obiettivi ai loro agenti/manager in quanto solitamente i loro obiettivi non massimizzano il valore dell'azionista. Questo in realtà sembra significare che se i rendimenti non sono utilizzati per misurare la *performance*, diventa più facile mascherare l'uso delle risorse a vantaggio dei dirigenti. È allora più facile che i contrasti di obiettivi tra proprietari e manager risultino oscurati.

Del resto, se l'efficienza della *corporate governance* ha un impatto sulla profittabilità, ci si aspetterebbe che le aziende private a responsabilità limitata non quotate e le società private abbiano un rendimento migliore delle società per azioni. I dati seguenti (Tabella 4) fornisc

scono un modo approssimativo di comparare la *performance* di diverse categorie di istituzioni creditizie tedesche. Vi si mostrano in primo luogo i rapporti tra reddito di esercizio (definito come reddito netto da interesse e da commissioni meno spese amministrative generali più reddito derivante dall'attività commerciale e dagli investimenti) e fatturato totale così come sono riportati dalla Bundesbank.

TABELLA 4

RISULTATI AL LORDO DELLE VARIAZIONI DI BILANCIO  
DERIVANTI DA CAMBIAMENTI NELLE VALUTAZIONI DELLE ATTIVITÀ  
(in % del fatturato)

| Categoria degli istituti di credito         | 1993 | 1994 | 1995 |
|---|------|------|------|
| Grandi banche                               | 1,45 | 0,96 | 0,76 |
| Banche regionali e altre banche commerciali | 1,12 | 1,08 | 1,00 |
| Filiali di banche estere                    | 0,57 | 0,36 | 0,27 |
| Banchieri privati                           | 1,25 | 1,00 | 1,01 |
| Istituti regionali di giro                  | 0,42 | 0,44 | 0,40 |
| Casse di risparmio                          | 1,32 | 1,51 | 1,35 |
| Istituti regionali di credito cooperativo   | 0,60 | 0,94 | 0,58 |
| Cooperative di credito                      | 1,23 | 1,28 | 1,15 |
| Banche di credito ipotecario                | 0,45 | 0,45 | 0,46 |
| Istituti di credito speciale                | 0,46 | 0,42 | 0,42 |
| Insieme delle banche                        | 0,93 | 0,91 | 0,81 |

Fonte: Deutsche Bundesbank (1996, p. 37).

La tabella 5 presenta poi dati sul profitto al lordo delle imposte per categoria bancaria, diviso per capitale e riserve di fine anno, anch'essi ripresi dalla relazione della Deutsche Bundesbank. Questi dati costituiscono un indicatore del rendimento sul capitale azionario.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Queste cifre sono solo indicatori approssimativi, ottenuti dai dati disponibili per categoria di banca. Dovrebbero essere messe a confronto con quelle relative al rendimento del capitale riportate dalla Bundesbank solo per la categoria "insieme delle banche": 13,80% nel 1992 (1994, p. 29), 13,62% nel 1993 e 11,73% nel 1994 (1995b, p. 30), e 12,68% nel 1995 (1996, p. 27). Un termine alternativo di paragone è il rendimento del capitale della banca riportato nella relazione annuale della Deutsche Bank: 10,1% nel 1995, 14,1% nel 1994, 12,1% nel 1993 e 10,3% per il 1992. La Commerzbank riporta 8,6% nel 1995, 11,2% nel 1994 e 7,6% nel 1993. Ciò suggerisce che i dati della tabella relativi al 1995 sottostimano il rendimento effettivo. Questo può essere in parte spiegato dal fatto che nel 1995 la Deutsche Bank ha presentato i propri conti in conformità con gli standard contabili internazionali, causando così un aumento delle riserve.



TABELLA 5

STIMA DI INDICATORI PER IL RENDIMENTO SUI TITOLI  
DEGLI ISTITUTI DI CREDITO TEDESCHI

| Categoria degli istituti di credito         | 1993  | 1994  | 1995  |
|---|-------|-------|-------|
| Grandi banche                               | 10,44 | 10,36 | 7,73  |
| Banche regionali e altre banche commerciali | 9,86  | 8,89  | 9,30  |
| Filiali di banche estere                    | 6,70  | 4,83  | 4,97  |
| Banchieri privati                           | 11,08 | 8,59  | 6,97  |
| Istituti regionali di giro                  | 7,15  | 6,41  | 7,45  |
| Casse di risparmio                          | 22,31 | 18,16 | 21,24 |
| Istituti regionali di credito cooperativo   | 5,12  | 11,76 | 2,07  |
| Cooperative di credito                      | 20,72 | 15,72 | 17,61 |
| Banche di credito ipotecario                | 13,15 | 11,23 | 11,76 |
| Istituti di credito speciale                | 5,57  | 6,07  | 8,08  |
| Insieme delle banche                        | 12,78 | 11,31 | 12,11 |

Fonte: elaborazione su dati Deutsche Bundesbank 1994, 1995b, 1996 e fascicoli del 1996 (aprile) tabella IV.3, 1995 (aprile) tabella IV.3, 1994 (marzo) tabella IV.13.

Questi dati non inducono a ritenere che i banchieri privati, presumibilmente più vicini rispetto alle "grandi banche" ai proprietari-dirigenti, diano vita a rendimenti più elevati grazie a una *corporate governance* più efficiente. Nei rendimenti, tuttavia, vi è una differenza sostanziale che divide le grandi banche dalla categoria delle banche regionali e delle altre banche commerciali, nelle quali tende a essere predominante la proprietà pubblica. Ma tale differenza può semplicemente riflettere i differenti obiettivi dei proprietari pubblici rispetto a quelli privati, piuttosto che l'efficienza della struttura di *corporate governance*. È interessante notare che si hanno i rendimenti più elevati nelle banche organizzate come cooperative e nelle casse di risparmio, anche se ciò potrebbe rappresentare semplicemente l'impatto dei costi capitali e dei vantaggi locali. Date le statistiche qui disponibili, è estremamente difficile trarre conclusioni nette, salvo per il fatto che, man mano che il sistema bancario tedesco diviene più internazionale, e con l'avanzare del processo di concentrazione, il problema della *corporate governance* delle banche assumerà un'importanza crescente.

## BIBLIOGRAFIA

- BERLE, A. e G. MEANS (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.
- COMMERZBANK (1996), *Annual Report 1995*, Frankfurt a.M.
- DEUTSCHE BANK (1996), *Annual Report 1995*, Frankfurt a.M.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (1994), "The profitability of German credit institutions in 1993", *Monthly Report*, October.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (1995a), "Securities ownership in Germany since the end of 1989", *Monthly Report*, August.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (1995b), "The profitability of German credit institutions in 1994", *Monthly Report*, October.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (1996), "The profitability of German credit institutions in 1995", *Monthly Report*, August.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (1997), "Shares as financing and investment instruments", *Monthly Report*, January.
- EDWARDS, J. e K. FISCHER (1994) *Banks, Finance and Investment in Germany*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Euromoney* (1996), "Germany: a Euromoney survey", June.
- Euromoney* (1997), "Meet Europe's biggest investor", cover story, January.
- GOTTSCHALK, A (1988), "Der Stimmrechtseinfluß der Banken in den Aktionärsversammlungen von Großunternehmen", *WSI Mitteilungen*, Nr. 5.
- HENDERSON, W.O. (1975), *The Rise of German Industrial Power: 1834-1914*, Temple Smith, London.
- TUCKER, E. e A. FISHER (1997), "Unfair advantage", *Financial Times*, 4 February.